



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



現代の英雄たち

ロシアによるウクライナ侵攻が世界中に衝撃をもたらす中、プーチン体制は国際社会から急速に孤立を深めています。

2022年3月4日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



「戦争」の現実味が悲惨な映像とともに欧州全土を覆う中、今我々は1989年のベルリンの壁崩壊以来、最大となる地政学的変化を目の当たりにしているように思えます。欧州各都市における危機意識の高まりを背景に、EUは一致団結して諸外国と連携した包括的な経済制裁を発動し、これらは既にロシア経済に壊滅的な影響をもたらしつつあります。

EU内の一部の国はこれまで、自らの国益を優先させ、誤った政策とともに自国のエネルギー保障を犠牲にしながらも、プーチン氏に譲歩しているかのようにも見えました。しかし、今回プーチン氏が無差別に一般市民を犠牲にし始めたことは、結果としてこれまで30年間に亘って多くが試みてきたよりもずっと、EU全体を奮い立たせ、域内での団結力を高める役割を果たしたとも言えるでしょう。

現段階でのブルーベイの分析に基づけば、クレムリン（ロシア政府）はもはや、今回の侵攻がウクライナ国民の心を捉えることが出来ないであろうということを認識しているとみています。当初は純粋にそれが可能であると、自らに言い聞かせていたのかもしれませんが。一方で、今となっては、撤退をしたり弱みを露呈したりする余裕もなく、結果として、グロズヌイの戦いさながらの壊滅的な被害がもたらされるという悲劇的な道筋は避けがたいものとなってしまいかもかもしれません。

長期的に見れば、これはロシアが決して勝利することの出来ない戦争であると言えるでしょう。占領のための戦いはいかなるものであっても現代のアフガニスタンのような状況につながり、最終的には部隊の撤退を余儀なくされるでしょう。しかし、その間に人々の命が犠牲になることは、想像しただけで心が痛みます。しかも、プーチン氏が追い詰められ、必死になればなるほど、彼が自暴自棄な行動に出るリスクは高まるのです。

核の脅威はそのような観点から認識される必要があり、これこそが、西側諸国がウクライナに軍事的介入を行うことが出来ない、そしてしない理由であると言えるでしょう。そんな中、世界的にはサイバー攻撃の増加も予想され、グローバル経済に痛手となる原油・ガス供給を制限する動きも加速する可能性があります。

ロシアの銀行セクターは崩壊の危機に直面しており、オリガルヒ（新興財閥）の生活も急転しています。困難は間もなく国全体に広がる可能性があるでしょう。しかし、ロシア国民は過去、自らの貯金が奪われる歴史を経験し、歴史的に見れば従順な国民性を持ち合わせてきたと言えるでしょう。

ネット上にはウクライナを思う気持ちやウクライナ国旗を掲げる映像が多くあるかもしれませんが、ロシアのような国では、いわゆるハード・パワーがソフト・パワーを凌駕します。したがって、ロシアの群衆がすぐにクレムリンを猛攻撃する状況は想定しづらいと言えるでしょう。

グローバル経済への影響という意味では、成長への何らかの影響があるとすれば3つの経路を通じたものになるでしょう。

- 1.ロシアが除外されることによるサプライチェーンの混乱を通じたもの
- 2.コモディティ価格、とりわけ原油価格の上昇が所得に打撃をもたらすことによるもの
- 3.市場のパフォーマンス悪化を背景とした金融環境の引き締めによるもの

いずれの場合においても、米国経済は比較的その影響を受けにくい立ち位置にある一方で、欧州はやや無防備であるとみています。しかし、原油価格が1バレル120米ドルを上回らないという前提に基づけば、ユーロ圏GDPにもたらされる影響は1～1.5%程度に留まるとみています。ただし同時に、インフレ率もほぼ同様の水準で上昇すると予想しています。

しかし、考慮すべきもう一つの要素は、既に明らかになり始めている政策対応です。まず、各国は防衛費を大幅に積み増すと予想しています。加えて、ロシア産原油への依存度を抑えることを目的として、エネルギー・インフラを充実させるための強固な政策イニシアチブが展開されるとみられます。さらに、紛争地域から逃れる大勢の難民に対応するための大幅な支援策が導入されるとみられます。

これら全てを勘案すると、この先数ヶ月間で巨額の財政刺激が必要になる可能性があるでしょう。その意味で、既存の緩和策を一定のペースで解除していきたいとの意向を別にしても、ウクライナ情勢自体が中期的に金融政策にもたらす影響が大きくなるかどうかは、いまだ不透明であると言えるでしょう。

このような点から、米連邦準備制度理事会（FRB）は2022年に合計6回の利上げを実施し、政策金利を1.5%まで引き上げる（FF金利誘導目標のレンジを1.5%～1.75%とする）との見方を維持しています。インフレが課題として残る中、米国の経済状況は堅固で、スラックもほとんど無い状態です。ユーロ圏では、資産購入が今年末で終了し、2023年3月に政策金利が0%に引き上げられると予想しています。

英国でも、今年末までに政策金利が1.5%に達し、インフレ率のオーバーシュートが続くことで、2023年にも更なる金融引き締めが必要になるとみています。したがって、ロシアによる侵攻の前にほぼフラットとしていたポートフォリオの金利リスクについて、再びショート・バイアスの姿勢を取り、全体としても金利デューレーションの小幅なショート・ポジションに移行しました。相対的には、引き続き米国及び英国と比較してユーロ金利を選好しています。

中でも、相対価値の観点からユーロのスワップ金利に前向きな見通しを持っています。ユーロ圏の10年スワップ・スプレッドは一時75bpsに達しましたが、この水準は過去リーマンショック時や欧州債務危機の最中における水準と同等であり、とりわけスワップの中央清算によって同資産のクレジット・リスクが低減したことを踏まえると、現状の価格はミスプライスであるとみています。さらに、中央銀行の国債購入額が縮小に向かい、拡張的な財政政策が債券の発行増につながるとみられる中、中期的にはスワップと比較して債券の方が大幅に安くなるとみられ、スワップ・スプレッドは大きく縮小するとみています。

社債市場はウクライナ情勢に揺さぶられたほか、ボラティリティの高まりや流動性の低下によって左右される展開となりました。とはいえながらも、全般的な質への逃避傾向は比較的抑制されていたと言えます。高バータ銘柄がアンダーパフォームする、いわゆるディコンプレッションの環境下において、多くのセクター及び発行体が大幅な価格調整を余儀なくされましたが、世界的な状況を踏まえて多くが警戒したような無秩序な混乱は見られませんでした。

社債投資家は、直近の出来事が目先のリセッション・リスクをどの程度高め、最終的に企業業績やデフォルト・サイクルにどのような影響をもたらすのかどうかを見極めようとしているとみられます。しかし、戦時下の経済は、通常寛大な財政支出等からリセッションに至らないということは思い起こす必要があり、これらのリスク要因が過度に市場に織り込まれた場合には、選好する銘柄を魅力的な価格で積み増すことが出来る好機がもたらされるとみえています。

ロシアやその近隣諸国を除けば、エマージング市場（EM）の投資家心理も概ね底堅さを維持しました。原油価格の上昇は、インドやトルコなどのエネルギー輸入国に逆風となった一方、コモディティ輸出国にとっては追い風となりました。また、中国における政策緩和もマクロ見通しに幾らか改善の兆しをもたらしました。このことは、オミクロン株の感染拡大の波が落ち着き始める中でのパンデミックの急速な収束の兆しとともに、市場の支援材料となっているようです。ただしここでも、ボラティリティの高まりによって一部資産クラスにミスプライスが見られています。

その一例がルーマニア国債で、ユーロ建て長期債の利回りが5%に達したことから、ポジションを積み増しました。ルーマニアについては、現状ロシア・ウクライナとの地理的な近さや、発行額増加による需給面での下押し圧力などから苦戦しているものの、ファンダメンタルズが堅固な投資適格国であると分析しています。実際、EU加盟国としてルーマニア自体はロシアの冒険主義の脅威から離れた場所にあるとみており、2022年は復興基金の資金配分も同国の追い風になるとみえています。

そんな中、多くのEM投資家は引き続きロシアの状況を注視しています。ロシア債券の流動性は低下し、取引が困難となる中、ロシアをオーバーウェイトしていた運用者は多くのファンドの停止を余儀なくされています。ブルーベイではロシアによるウクライナ侵攻の可能性を早い段階から警戒し、全ての戦略においてロシアのアンダーウェイト・バイアスを選好してきました。またロシア政権についてはESG分析においても極めて低い評価を付与していたため、多くの戦略で取引自体を不可能としていました。

この先数日間では、指数プロバイダーによるロシア資産の取り扱いが注目を集めるでしょう。ロシアをベンチマークから除外したい意向はありながらも、ロシア資産の売却が困難な大手運用会社やパッシブ運用者の中からは組入の継続を求める声も聞かれると予想されるためです。パッシブ型の運用に潜む危険性が、再び明らかになりつつあると言えるでしょう。

今度の見通し

この先の地政学的見通しはボラティリティかつ不確実です。報道の見出しに左右され、価格が変動を繰り返すことも想定されます。ウクライナの勇敢なヒーローの姿や、ロシア国民がプーチン氏追放のために立ち上がる姿を期待してしまう一方で、徐々に荒廃へと近づけていく作戦が現状は最も可能性が高いものであるように思えてしまいます。とりわけ、軍事力においてはロシアが圧倒しており、今後さらに多くの兵力が投入されるとみられる状況を踏まえれば、尚更です。

西側諸国における激しい憤りや怒りが収まる可能性は低いとみられますが、純粋に金融市場の観点から言えば、投資家の注目がマクロ経済や企業ファンダメンタルズへと再び集まっていく中で、ウクライナ情勢が価格の主たる変動要因ではなくなる可能性もあるでしょう。

この先を見据えると、先週末の雇用統計に続いて、米国では消費者物価指数（CPI）の発表が控え、時を同じくして欧州中央銀行（ECB）の会見も予定されています。したがって、目先は注目すべきマクロ変動要因が多く存在しています。

短期的には、不確実性が極めて高い状態が続き、数日間の価格動向に多くを見出そうとすることは危険かも知れません。ただし唯一確実に言えそうなのは、卑劣な暴君による不当な行動に立ち向かうゼレンスキー大統領率いるウクライナ国民は、この先長きに亘って英雄として記憶されることでしょう。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



Global Asset Management
BlueBay Asset Management